

安踏 (2020 HK, HK\$ 10.22, 目标价 12.87, 买入) 运营良好惟订单放缓

❖ **上半年业绩表现良好。**安踏上半年营业收入增长 28.9% 至 44.5 亿元 (人民币·下同), 净利润增长 22.0% 至 9.3 亿元。公司上调店铺扩张速度。预计截止 2011 年底, 安踏店、运动生活店、儿童店和 Fila 店分别有望达到 8200 家、1100 家 (上调前为 1000 家)、600 家 (上调前为 500 家) 和 300 家, 扩张速度超出市场预期。我们预计, 2011 年平均单店零售面积将增长至 122 平方米, 同店销售将录得高单位数增长。

❖ **成本压力加大但仍可受控。**上半年毛利率下降 0.9 个百分点至 42.8%, 主要由于自产比例降低以及新增的城市建设税和教育附加税的影响。我们认为, 公司有能力通过大规模采购和生产来降低生产成本, 并且通过平均售价上涨一定程度抵消成本压力。上半年经营利润率下降 1.3 个百分点至 24.6%, 主要由于与 2012 年伦敦奥运会有关产品的广告推广费用上涨所致。我们认为, 2012 年以后, 广告推广费用占比将会恢复到一个适当的水平。因此, 根据我们的测算, 毛利率和经营利润率在未来三年将分别保持 42-43% 和 23.0-23.5% 的水平。

❖ **较好的经营现金管理。**上半年, 应收账款周期增加了 7 天, 主要由于公司鼓励分销商新开旗舰店, 因此给予这类分销商一定的期限优惠。但是我们看到, 上半年 24 天应收账款周期和 36 天存货周转周期相对于行业平均 60 天和 40 天相比, 依然较低。零售终端存销比为 4.0-4.5 倍, 这在零售行业处于健康的水平。另外, 大约一半的零售终端都安装了 ERP 系统, 这在同业中处于较高的水平。

❖ **销售增长逐步放缓。**公司公布了 2012 年一季度订单增长为 15%, 低于 2011 年的 22.2% 左右。并且, 鞋服平均售价均上涨了低十位数。我们判断订单主要由售价增长所致, 而销量增长贡献不多。我们认为, 由于考虑到明年整个行业的运营风险, 公司很可能会保持相对审慎的态度来控制订单以保证终端零售效率。因此, 我们估计, 2012 年订单增幅将取得中十位数的增长。

❖ **估值。**由于市场担心去存货会导致整个行业的竞争加剧, 预期未来短期内, 体育用品行业依然具有一定的下行风险。安踏目前价格相当于 11.6 倍 2011 年市盈率。考虑到目前安踏没有严重的经营问题, 并且增长依旧保持稳定。我们对于安踏的未来前景持肯定态度。我们首次给予安踏买入评级, 目标价 12.87 港元, 相当于 13 倍 2012 年市盈率。

安踏体育 (2020 HK)

评级	买入
收市价	HK\$10.22
目标价	HK\$12.87
市值 (港币百万)	25,489
过去 3 月平均交易 (港币百万)	10.2
52 周高/低 (港币)	18.76/10.22
发行股数 (百万)	2,494
主要股东	丁世忠 (57.7%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-21.0%	-12.7%
3 月	-28.4%	-15.0%
6 月	-16.6%	-3.4%

来源: 彭博

过去一年股价

来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万人民币)	5,875	7,408	9,060	10,769	12,721
净利润 (百万人民币)	1,251	1,551	1,806	2,024	2,362
每股收益 (人民币)	0.50	0.62	0.72	0.81	0.95
每股收益变动 (%)	39.7	28.1	20.5	12.5	16.2
市盈率 (x)	17.9	14.0	11.6	10.4	8.9
市帐率 (x)	4.1	3.7	3.3	2.9	2.5
股息率 (%)	3.4	4.4	5.3	5.9	6.9
权益收益率 (%)	26.2	28.8	29.9	29.7	30.5
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。